

2017年04月18日

华媒控股 (000607.SZ)

营收结构有序调整，新业态推动业绩增长

事件：

公司4月18日公布年报，2016年实现营业收入18.24亿元，同比增长17.39%，归母净利润2.23亿元，同比下降21.32%，扣非归母净利润2.18亿元，同比增长9.11%，EPS 0.22元。利润分配预案为拟每10股派发现金红利0.22元（含税）。

点评：

■ **报媒广告市场持续承压，广告及策划业务维持稳定。**报告期内报媒广告市场仍持续萎缩。据尼尔森《2016年全媒体广告市场观察》，16年广告市场规模较15年整体下滑1%，基本稳定，但报纸广告花费占比由15年的6%缩小至4%，因此可估算报纸广告规模或下降1/3左右。这与CTR此前测算的报纸刊例收入16H1下降41.4%相一致。因此从市场环境看，报媒广告仍处于快速萎缩趋势中。在此背景下，公司广告及策划营收仅微幅下滑2.57%，具有很强的业绩稳健性。这一方面得益于公司区域性党报的资源优势。杭报传媒报告期逆势实现营收增长4.49%，净利润增长10.69%，即表明党报在聚拢广告需求上仍有较强优势。另一方面由于公司旗下各报媒公司均大力拓展会展策划等增值业务，策划收入有效对冲了部分报媒广告收入的下滑。

■ **风盛传媒+快点传播齐发力带动业绩提升。**报告期内风盛传媒的户外广告业务实现营收1.48亿元，同比增长68.67%；快点传播（主要为视频信息服务业务）实现营收2.11亿元，同比增长74.35%。其中风盛业绩增长主要来自地铁广告业务，其于16年11月竞得杭州地铁1号线平面媒体广告经营权，成为杭州所有三条已开通线路的独家广告运营商。未来风盛将继续拓展更多户外广告资源，实现盈利基础的不断扩大。快点传播为公司15年收购标的，其业务主要为通过移动运营商提供手机视频、动漫和阅读服务，获得用户付费的一定比例分成。受益于移动视频市场高速发展以及渠道资源优势，快点视频收入有望持续增长。

■ **中教未来并表贡献最大营收增幅。**报告期内公司完成对职业教育集团中教未来60%股权的收购，并于16年4月并表，合并后中教为公司贡献营收1.40亿元，增加归母净利润3315.39万元，为公司业绩增长的最重要引擎。中教业务板块包括职业教育、国际教育、艺术教育、IT教育和在线教育五部分，以校企合作方式输出教育服务，属于轻资产运营模式，可复制性强、扩张弹性大、毛利率高。报告期内各分业务均得到拓展，其中新增职业教育项目3个、国际教育项目7个、艺

公司快报

证券研究报告

平面媒体

投资评级 **买入-A**

维持评级

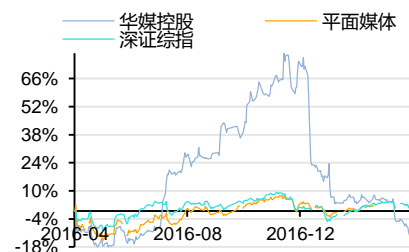
6个月目标价：**9.66元**

股价(2017-04-17) **8.14元**

交易数据

总市值(百万元)	8,284.07
流通市值(百万元)	3,966.37
总股本(百万股)	1,017.70
流通股本(百万股)	487.27
12个月价格区间	7.89/17.17元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.92	-32.97	-13.61
绝对收益	-20.43	-28.41	-14.63

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

华媒控股：做强媒体实现产业多元化，转型教育打造业绩新引擎	2017-02-12
华媒控股：积极外延，拓展盈利基础，收购中教未来切入教育领域	2017-02-07

术教育项目 4 个、IT 教育项目 12 个、在线教育项目 13 个。未来新项目业绩不断释放，将为中教盈利能力的持续增长提供坚实基础。

■ **投资建议：**报告期内公司取得近 20% 的营收增速，为报媒上市公司中的佼佼者。公司营收结构的变化表明通过内生+外延建立的新业态正不断发挥业绩引擎作用，且有望继续保持强劲增长。目前公司现金充裕且有旗下产业基金支持，存在文化、教育领域持续外延的可能，后续规划值得关注。预计公司 17-19 年净利润分别为 2.46/2.64/2.90 亿元，对应每股收益分别为 0.24/0.26/0.28 元。给予 2017 年 40 倍目标 PE，对应目标价 9.66 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**报媒行业下行风险，中教未来项目扩张不及预期风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,554.0	1,824.3	2,009.0	2,205.0	2,374.4
净利润	283.5	223.1	245.8	263.8	289.7
每股收益(元)	0.28	0.22	0.24	0.26	0.28
每股净资产(元)	1.51	1.74	1.97	2.23	2.52

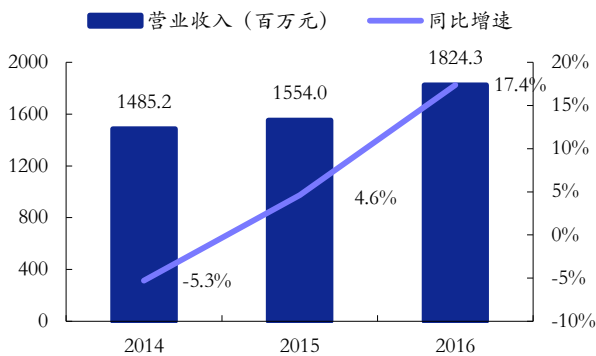
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	29.2	37.1	33.7	31.4	28.6
市净率(倍)	5.4	4.7	4.1	3.6	3.2
净利润率	18.2%	12.2%	12.2%	12.0%	12.2%
净资产收益率	18.4%	12.6%	12.2%	11.6%	11.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	38.9%	37.8%	26.3%	19.8%	39.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. 营收增长 17.34%，扣非归母净利润增长 9.11%

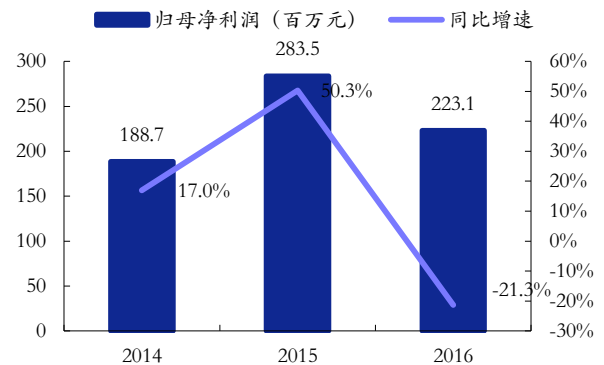
2016 年公司实现营收 18.24 亿元，同增 17.34%，归母净利润 2.23 亿元，同减 21.33%。归母净利润降幅较大主要由于 2015 年公司转让“十九楼” 18.88% 股权获得投资收益 5751.93 万元，基数较高。不考虑非经常损益影响，2016 年公司实现扣非归母净利润 2.18 亿元，同比增长 9.11%。

图 1：2014-2016 营业收入及增速



资料来源：Wind

图 2：2014-2016 归母净利润及增速



资料来源：Wind

2. 户外广告+信息服务+教育业务带动业绩增长

表 1：主营业务概况

项目	营收(百万元)	营收增速	营收占比	毛利率	毛利率变化(百分点)
广告及策划业	570.92	-2.57%	31.30%	46.12%	4.72
新媒体	168.96	6.23%	9.26%	35.95%	2.71
户外广告	148.02	68.67%	8.11%	18.72%	3.17
报刊及发行	205.59	-14.64%	11.27%	11.22%	1.12
印刷业	191.04	8.48%	10.47%	-4.68%	2.71
信息服务	210.71	74.35%	11.55%	28.89%	3.96
教育	139.6	1906.89%	7.65%	72.14%	28.26
商品销售	130.84	29.19%	7.17%	10.15%	-3.51
物流服务	44.46	7.24%	2.44%	31.32%	-0.91
其他	14.14	-58.02%	0.78%	74.90%	23.99

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

报告期内，户外广告、信息服务、教育业务增速较快，主要受益于风盛传媒、快点传播业绩增长和中教未来并表，尤其中教并表对营收贡献最大。

报告期内公司综合毛利率 30.99%，相比于 15 年 27.77% 增加 3.22 个百分点。毛利率提升同样由于中教并表因素。中教以轻资产模式运营，毛利率高达 72.14%，远高于公司其他业务毛利率，但由于营收占比尚小，对综合毛利率的提升相对有限。

报告期内公司产生销售费用 1.15 亿元，同比增长 8.00%，销售费用率 6.30%，减少 0.54 个百分点。销售费用的增长主要由于收购中教未来产生的招生及服务费用。公司报告期内产生管理费用 1.48 亿元，同比增长 43.93%，管理费用率 8.13%，增加 1.5 个百分点。管理费用增加同样由于并表因素，其中快点传播 16 年全年并表，而 15 年仅从 5 月起并表，中教未来为 16 年新增并表项，致使职工薪酬、房租水电等费用均大幅增加。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,554.0	1,824.3	2,009.0	2,205.0	2,374.4	成长性					
减:营业成本	1,122.5	1,259.0	1,404.3	1,539.1	1,656.1	营业收入增长率	4.6%	17.4%	10.1%	9.8%	7.7%
营业税费	19.8	20.6	23.7	25.6	27.7	营业利润增长率	56.1%	-6.7%	10.0%	7.5%	9.9%
销售费用	106.3	114.9	132.0	141.8	154.4	净利润增长率	50.3%	-21.3%	10.2%	7.3%	9.8%
管理费用	103.1	148.4	163.5	179.9	193.6	EBITDA 增长率	45.4%	-5.5%	9.6%	5.7%	8.2%
财务费用	-5.6	-5.4	-5.3	-9.0	-11.8	EBIT 增长率	55.7%	-6.7%	10.2%	6.5%	9.3%
资产减值损失	8.2	25.2	9.0	9.0	9.0	NOPLAT 增长率	53.9%	-9.3%	10.2%	6.5%	9.3%
加:公允价值变动收益	-	-	8.1	-5.4	0.9	投资资本增长率	-6.8%	58.5%	41.3%	-45.6%	82.3%
投资和汇兑收益	112.0	29.2	30.1	31.0	31.9	净资产增长率	29.0%	16.7%	15.4%	14.6%	14.0%
营业利润	311.7	291.0	320.0	344.1	378.2	利润率					
加:营业外净收支	7.4	4.2	5.2	4.9	5.0	毛利率	27.8%	31.0%	30.1%	30.2%	30.3%
利润总额	319.1	295.1	325.2	349.0	383.2	营业利润率	20.1%	15.9%	15.9%	15.6%	15.9%
减:所得税	3.8	11.6	12.8	13.7	15.0	净利润率	18.2%	12.2%	12.2%	12.0%	12.2%
净利润	283.5	223.1	245.8	263.8	289.7	EBITDA/营业收入	22.3%	17.9%	17.9%	17.2%	17.3%
						EBIT/营业收入	19.7%	15.7%	15.7%	15.2%	15.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	59	49	38	29	21
货币资金	919.1	782.6	603.1	1,682.7	1,323.0	流动营业资本周转天数	35	-30	6	-9	-3
交易性金融资产	-	-	8.1	2.7	3.6	流动资产周转天数	347	297	278	329	372
应收账款	490.1	586.4	818.1	603.2	992.0	应收账款周转天数	145	106	126	116	121
应收票据	2.7	2.3	7.0	1.1	8.8	存货周转天数	9	7	8	8	8
预付账款	12.1	18.0	12.1	22.7	13.8	总资产周转天数	504	529	536	555	576
存货	41.9	33.2	56.7	38.4	65.8	投资资本周转天数	174	185	248	205	189
其他流动资产	47.0	70.1	102.3	73.1	81.8	投资回报率					
可供出售金融资产	0.3	7.3	2.8	3.5	4.6	ROE	18.4%	12.6%	12.2%	11.6%	11.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	9.6%	10.4%	8.9%	9.7%
长期股权投资	331.6	355.4	355.4	355.4	355.4	ROIC	38.9%	37.8%	26.3%	19.8%	39.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	260.9	234.5	195.0	155.5	115.9	销售费用率	6.8%	6.3%	6.6%	6.4%	6.5%
在建工程	-	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	6.6%	8.1%	8.1%	8.2%	8.2%
无形资产	34.3	38.9	34.3	29.7	25.1	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
其他非流动资产	254.9	834.3	818.7	819.3	819.0	三费/营业收入	13.1%	14.1%	14.4%	14.2%	14.2%
资产总额	2,394.8	2,963.0	3,013.7	3,787.3	3,808.9	偿债能力					
短期债务	7.7	25.6	-	-	-	资产负债率	28.6%	32.6%	23.6%	30.3%	21.0%
应付账款	254.5	557.5	172.7	723.8	189.0	负债权益比	40.1%	48.5%	30.8%	43.5%	26.6%
应付票据	55.2	25.2	88.8	22.8	104.4	流动比率	2.23	1.55	2.28	2.12	3.13
其他流动负债	362.2	353.7	443.1	395.6	501.0	速动比率	2.16	1.52	2.20	2.09	3.05
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-54.84	-52.50	-59.38	-37.39	-31.09
其他非流动负债	5.6	5.2	5.4	5.3	5.3	分红指标					
负债总额	685.2	967.2	709.9	1,147.5	799.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	169.9	229.1	295.8	367.3	445.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,017.7	1,017.7	1,017.7	1,017.7	1,017.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	522.0	749.0	990.4	1,254.8	1,545.5						
股东权益	1,709.6	1,995.8	2,303.8	2,639.8	3,009.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.28	0.22	0.24	0.26	0.28
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	1.51	1.74	1.97	2.23	2.52
净利润	315.3	283.5	245.8	263.8	289.7	PE(X)	29.2	37.1	33.7	31.4	28.6
加:折旧和摊销	45.1	52.2	44.1	44.1	44.1	PB(X)	5.4	4.7	4.1	3.6	3.2
资产减值准备	8.2	25.2	-	-	-	P/FCF	24.1	-45.2	-32.6	8.3	-18.9
公允价值变动损失	-	-	8.1	-5.4	0.9	P/S	5.3	4.5	4.1	3.8	3.5
财务费用	0.8	0.5	-5.3	-9.0	-11.8	EV/EBITDA	39.2	34.9	22.0	18.2	17.9
投资损失	-112.0	-29.2	-30.1	-31.0	-31.9	CAGR(%)	2.1%	9.1%	15.4%	2.1%	9.1%
少数股东损益	31.8	60.5	66.7	71.5	78.5	PEG	14.1	4.1	2.2	15.1	3.1
营运资金的变动	-33.7	-94.9	-503.1	694.9	-771.0	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	92.0	289.7	-173.9	1,029.0	-401.5	REP					
投资活动产生现金流量	308.2	-348.4	18.5	41.1	29.1						
融资活动产生现金流量	54.1	-53.7	-24.1	9.5	12.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034